

# אלומי קפיטל בע"מ

## מעקב | אוגוסט 2024

### אנשי קשר:

#### ניצן שחר

אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[nitzan.s@midroog.co.il](mailto:nitzan.s@midroog.co.il)

#### תומר דר

ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג משנית  
[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

#### אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

## אלומיי קפיטל בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
------------------	---------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק<sup>1</sup> Baa1.il לחברת אלומיי קפיטל בע"מ (להלן: "החברה" או "אלומיי קפיטל"). אופק הדירוג יציב.

## שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בעיקר בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, בארץ ובעולם, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני. הסיכון נובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכויי הקמה וכן מחשיפה לאסדרה במקטע הייצור וחשיפה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה; (2) מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (3) הסביבה הרגולטורית במדינות בהן פועלת החברה, לצד הסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח מול לקוחות קצה חזקים, יוצרים ודאות יחסית בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי; (4) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (5) נכון למועד הדוח, עיקר התזרים התפעולי של החברה נובע מפרויקטי ה-PV<sup>2</sup> בהם החברה מחזיקה בספרד, זאת לצד פרויקטי הביוגז בהולנד ותזרימים שעולים בגין האחזקה בתחנת הכוח דוראד. בטווח הקצר-בינוני, פעילות החברה בסקטור ה-PV צפויה להמשיך לצמוח, עם השלמת הקמתם של פרויקטים נוספים באיטליה, ישראל ובארה"ב; (6) הפעלתם המסחרית של פרויקטי טלאסול ואלומיי סולאר הגדילה מהותית את ריכוזיות הפעילות והתזרימים מספרד, והשפעתם על הפרמטרים הפיננסיים של החברה, זאת עד להבשלת פורטפוליו פרויקטים מהותי חדש באיטליה והשלמת הקמתם של פרויקטים מתוכננים בארה"ב, אשר צפויה למתן ריכוזיות זו; (7) ודאות תזרימית טובה, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל, באמצעות הסכמים ארוכי טווח, במחירים מגודרים; (8) נתח השוק וגודלה של החברה קטן ביחס לקבוצת הייחוס בענף. עם זאת, היקף פעילות החברה צפוי לצמוח בטווח הבינוני-ארוך, עם הפעלתם המסחרית של הפרויקטים הנוספים; (9) פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, לצד צפי להמשך הרחבת פורטפוליו הנכסים ומימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות; (10) חשיפה לשווקים הפיננסיים, לשערי חליפין, לריביות וסיכויי האשראי של המדינות בהן פועלת החברה (איטליה, ספרד, הולנד, ישראל וארה"ב), הממונתת בחלקה על ידי עסקאות גידור; (11) ירידת מחירי החשמל בספרד פגעה בהכנסות החברה בשנה האחרונה, אולם ההכנסות צפויות להתאזן באמצעות הפעלת פרויקטים חדשים; (12) השריפה שפרצה בפרויקטי טלאסול ואלומיי סולאר הביאה לפגיעה מסוימת בצידוד המותקן בפרויקטים ובהכנסות המתקנים; (13) שיפורים בתוצאות תחנת הכוח דוראד, לצד ציפיות להגדלת היקף התזרימים העולים לחברה מהתחנה; (14) עיכובים משמעותיים בלוחות הזמנים להקמת פרויקט אגירה שאובה ובהתאם בתזרימים הצפויים ממנו; (15) החברה מציגה שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים, בין היתר, עקב רווחיות נמוכה בפרויקטי הביו-גז ורכיב גבוה של הוצאות פיתוח, לצד ירידה בהכנסות בשנת 2023; (16) יחס המינוף המאזני של החברה גבוה ביחס למקובל בענף, בין היתר, בשל איחוד מלא של החוב בפרויקט טלאסול אשר החברה מחזיקה בו 51%; (17) צפי לצמיחה ב-EBITDA של החברה לאחר הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים, לצד יחסי כיסוי חלשים, הנובעים בין היתר מרווחיות נמוכה וממבנה המימון הפרויקטאלי (בד"כ בחוב Non-Recourse); (18) לחברה תכנית השקעות רב שנתית מהותית, הכוללת בעיקר את המשך הקמת פרויקט האגירה שאובה בצוק מנרה, פורטפוליו פרויקטים באיטליה והקמת פרויקטים חדשים בארה"ב. להערכתנו, הוצאות ה-Capex השנתיות בשנים 2024-2025 צפויות לנוע בטווח שבין 60-80 מיליון אירו, בעיקר לצורך מימון הקמת פרויקטים ברמת החברות המוחזקות; (19) החברה משמרת היקפי נזילות מספקים, לצד יחס מקורות לשימושים הולם ברמת הסולו; (20) לחברה גמישות פיננסית טובה, המתבטאת, בין היתר, בנכסים שאינם ממונפים ומשועבדים, Track Record של

<sup>1</sup> בנוסף, לחברה יש כיום 4 סדרות אג"ח ציבוריות (ג, ד, ה, ו), אשר אינן מדורגות ע"י מידרוג.  
<sup>2</sup> Photovoltaic

הכנסת שותפים לפרויקטים ומימוש נכסים וכן ומנגישות לשוק ההון ולבנקים; (21) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה; (22) הצהרת החברה בנוגע לאי חלוקת דיבידנד בשנים הקרובות; (23) להערכתנו, לחברה חשיפה נמוכה לסיכוני סביבה וסיכוני חברה, זאת לאור פעילותה בתחום האנרגיות המתחדשות לצד האסדרות התומכת ומגמות הביקושים הגדלות בענף זה. בבחינת סיכוני ממשל תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בהשלמת פיתוח פרויקטים באיטליה ובארה"ב, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנים הקרובות. היקף ה-EBITDA המתואם<sup>3</sup> צפוי לנוע בטווח שבין 20-30 מיליון אירו בשנים 2024-2026, זאת בעיקר בשל צפי להמשך סביבת מחירים נמוכה במחירי החשמל בספרד, אשר צפויה להתקזז עם הפעלתם המסחרית של הפרויקטים באיטליה וארה"ב, לצד גידול בתזרימים החזויים מתחנת הכוח דוראד. תרחיש הבסיס שלנו מניח כי סביבת מחירי החשמל הנמוכה באירופה, כפי שנצפתה בסוף שנת 2023 ותחילת שנת 2024, צפויה להמשיך גם בשנים הקרובות. בד בבד, יחסי הכיסוי של החברה בשנים הקרובות צפויים להיות נמוכים ואיטיים ביחס לרמת הדירוג, גם לאחר הפעלת הפרויקטים הנוספים אשר בתוכנית ההשקעות, בין היתר, עקב מבנה מימון פרויקטאלי. בנוסף, בהתאם להצהרות הנהלת החברה, נלקח בחשבון כי החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים לבעלי המניות בשנים בהן היא תמצא בתוכנית השקעות נרחבת.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך בוודאות תזרימי המזומנים, המבוססת על רגולציה תומכת והסכמי מכירת אנרגיה ארוכי טווח אל מול לקוחות קצה איכותיים, בגמישות פיננסית טובה ובנזילותה המספקת של החברה.

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת "חברות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023)<sup>4</sup>.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מהותי ברמת המינוף וביחסי הכיסוי
- הגדלת פיזור תזרימי המזומנים בנכסי בסיס איכותיים

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף, האיתנות הפיננסית ויחסי כיסוי החוב, ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג

<sup>3</sup> כולל התאמת תזרימים בגין הכנסות מתחנת הכוח דוראד.

<sup>4</sup> [הדוח מפורסם באתר מידרוג.](#)

אלומי קפיטל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, אלפי אירו<sup>5</sup>

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024	
44,705	52,241	48,834	11,733	8,243	הכנסות
21,609	19,080	19,051	2,888	645	EBITDA מותאם <sup>6</sup>
71,585	49,294	52,124	91,911	83,767	מזומנים ושווי מזומנים <sup>7</sup>
114,107	83,077	125,099	112,536	132,251	הון עצמי
370,565	404,568	439,705	456,247	479,926	חוב פיננסי ברוטו <sup>8</sup>
551,979	576,157	612,852	617,925	666,810	סך מאזן
75.1%	81.8%	77.5%	79.4%	78.1%	חוב ל-CAP

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בארץ ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

עיקר פעילות החברה הינה בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, באירופה, ארה"ב וישראל, כאשר החברה פועלת כיום, מפתח ובעלים של מתקנים לייצור חשמל. ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, זאת במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. פעילות החברה בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות, הינה על ידי ייזום, אחזקה ותפעול של פרויקטים, הממומנים ברובם על ידי מימון פרויקטאלי (חוב בכיר, Non-Recourse). ענף פעילות זה מוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני, הנובע, בין היתר, מחסמי כניסה נמוכים יחסית, תחרותיות מתעצמת וסיכונים הקמה. במקביל, החברות בענף האנרגיות המתחדשות חשופות במידה ניכרת לשינויים ברגולציה ובמידת התמיכה בתחום בכל מדינה. אנו מעריכים כי תמיכת הרגולציה בענף האנרגיות המתחדשות הינה גבוהה ולא צפויה להשתנות בטווח הנראה לעין. עם זאת, ככל ותחול הרעה במסגרת היעדים או התמריצים פעילות החברות הפועלות בתחום ומצבן הפיננסי עלולים להיפגע.

נציין, כי כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. כך לדוגמה, הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050, תוך הצבת יעדי ביניים שונים. כמו כן, אישר הממשל האמריקאי הטבות מס משמעותיות לפרויקטי ייצור אנרגיה מתחדשת. נציין, כי במהלך שנת 2023, באיחוד האירופי, חוברו לרשת כ-56 ג"גה-ואט הספק PV חדש, המהווה עליה של כ-40% ביחס לשנת 2022. במקביל לכך, הציבה הממשלה בישראל יעדים במטרה להגיע ל-20% ו-30% ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות עד לשנת 2025 ו-2030, בהתאמה<sup>9</sup>, זאת לצד יעדים נוספים שנקבעו מתוך מטרה להפחית פליטות גזי חממה<sup>10</sup>, וכן החלטה על החלת מס פחמן<sup>11</sup>. בהתאם לדוח משק החשמל<sup>12</sup> לשנת 2022 ולדוח מצב יעדי אנרגיה מתחדשת לשנת 2023<sup>13</sup>, ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתוך כלל צריכת החשמל במשק עמד, בהתאמה, בשנים 2022-2023 על כ-10.4% וכ-12.5%, כאשר בהתאם לתחזית רשות החשמל, סך ייצור החשמל מאנרגיה מתחדשת מתוך כלל צריכת החשמל במשק בשנת 2025 צפויה להסתכם בכ-17%.

<sup>5</sup> לאור מכירת התחנה הפוטו-וולטאית בתלמי יוסף, סווגו מחדש התוצאות של פעילות זו תחת פעילויות שהופסקו, והתוצאות מוצגות בהתאם.

<sup>6</sup> כולל התאמת תזרימים בגין הכנסות מתחנת הכוח דוראד.

<sup>7</sup> כולל ניירות ערך ופיקדונות לזמן קצר.

<sup>8</sup> בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

<sup>9</sup> החלטת ממשלה מספר 465, מיום 25.10.2020, "קידום אנרגיה מתחדשת במשק החשמל ותיקון החלטת ממשלה".

<sup>10</sup> החלטת ממשלה בנושא כלכלה דלת פחמן מיום 25.07.2021.

<sup>11</sup> החלטת ממשלה בנושא תמחור פליטות גזי חממה מיום 01.08.2021.

<sup>12</sup> דו"ח מצב משק החשמל לשנת 2022, רשות החשמל.

<sup>13</sup> דו"ח מצב יעדי אנרגיות מתחדשות לשנת 2023.

בהתאם לתחזיות<sup>14</sup>, סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-3,700 ג'יגה-ואט עד לשנת 2028. כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר כבר בשנת 2025. להערכתנו, היעדים וההחלטות הממשלתיות, לצד ירידת עלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, צפויים להמשיך ולתמוך בהיקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בישראל ובמדינות נוספות, בשנים הקרובות. בנוסף, אנו מעריכים כי המשך המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, צפוי להגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, בגלל שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה.

### **ודאות תזרימית טובה, הנשענת בעיקרה על מכירת חשמל, באמצעות הסכמים ארוכי טווח, במחירים מגודרים**

המודל העסקי של החברה מבוסס על השקעה בייזום והקמת פרויקטים, והחזר ההשקעה מתוך ההכנסות ממכירת החשמל לרשת החשמל ו/או ממימוש הנכסים שברשותה, על ידי מכירת זכויותיה במתקנים. תזרימי המזומנים של החברה נובעים בעיקרם מפרויקטי ייצור חשמל באמצעות אנרגיה פוטו וולטאית (PV) וכן ממתקני הבי-גז שבבעלותה. כמו כן לחברה הכנסות דיבידנד מאחזקה בשרשרת בתחנת הכוח דוראד (9.375%). נציין, כי ביום 03.06.2024 הושלמה עסקה למכירת פרויקט תלמי יוסף, מתקן סולארי בהספק של כ-9.0 מגה-ואט, הממוקם בישראל, כאשר התמורה נטו שהתקבלה עמדה על כ-10.6 מיליון אירו.

פעילות האנרגיה המתחדשת של החברה נשענת בחלקה על התחייבות של חברות חשמל / חברות הולכה מקומיות ו/או גורם חיצוני אחר לרכוש את מרבית או את כל החשמל המיוצר בפרויקטים הרלוונטיים (Off-Taker) בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ולמשך תקופה ארוכה, במסגרת הסכמי PPA. ההכנסות ממתקנים אלה מתבססות, בין היתר, על תשלומים מגופים ממשלתיים ופרטיים, כאשר פגיעה באיתנות הפיננסית של גופים אלה עשויה להשפיע באופן ישיר או עקיף על ההכנסות מפעילות זו. נכון למועד הדוח, לקוחות החברה העיקריים הינם רשויות החשמל המקומיות בספרד והולנד, אשר רכשו את החשמל והגז ממתקני ה-PV והבי-גז, שבבעלות החברה. להערכתנו, מאפייני ההסכמים תורמים רבות ליציבותה התזרימית של החברה. בד בבד, התזרימים שאינם מגודרים בהסכמי PPA חשופים למעשה למחירי השוק, במדינות בהן פועלת החברה. בישראל, ההכנסות הצפויות ממכירת החשמל בפרויקט אגירה שאובה, מגודרות וקבועות ברובן לאורך תקופת הרישיון, ואילו בתחנת הכוח דוראד קיימת חשיפה, בין היתר, לשינויים ברכיב הייצור. כמו כן, החל מיום 1 ביוני 2024 משתפת התחנה במכרזי האספקה של מנהל המערכת וע"כ חשופה לשינויים במחירי השוק. נציין, כי הרגולטורים בארץ<sup>15</sup> מקדמים מעבר לאסדרה חדשה, מודל שוק, המעודדת תחרות גבוהה יותר, תוך הפחתת הגנות הינוקא. להערכתנו, אסדרה זו עלולה להגביר את התחרות ולפגוע מעט בוודאות תזרימי המזומנים. בספרד, ההכנסות מהמתקנים אשר תחת אסדרה תעריפית נקבעים עבור כל מתקן בעת החיבור לרשת החשמל, ומורכבים משלושה רכיבים: תפעול, השקעה ומחירי Spot, כאשר רכיב ה-Spot מהווה בין 20%-25% מסך התעריף. בהולנד, הכנסות החברה מורכבות ממספר רכיבים, הנובעים הן מייצור הגז בתהליך והן מייצור חום וחשמל. בהקשר זה, נציין כי חקיקה חדשה בהולנד, אשר תיכנס לתוקף בשנת 2025, תחייב את ספקי הגז לשלב גז ירוק בהיקף של עד 20% מהכמות אותה הם מספקים. בנוסף, מחירי התעודות הירקות, אשר החברה מוכרת במסגרת פעילות זו, צפויים להמשיך ולהישאר גבוהים אף הם. עוד נציין, כי עד לסוף שנת 2025 צפויים להגיע להפעלה מסחרית גם מספר פרויקטים לייצור חשמל בארה"ב. להערכתנו, המסגרת הרגולטורית בארה"ב הינה מהתומכות והיציבות בתחום, בהשוואה ליתר מדינות המערב.

### **פורטפוליו קטן יחסית בעל גיוון מקורות אנרגיה ופיזור גיאוגרפי, לצד צפי להמשך הרחבת פורטפוליו הנכסים**

לחברה מגוון פרויקטים, המפוזרים על פני מגוון טכנולוגיות ומיקומים גיאוגרפיים. נתח השוק הגלובלי בו מחזיקה החברה הינו מצומצם ביחס לחברות האחרות בקבוצת הייחוס. בשוק הישראלי, בבעלות החברה בעיקר כ-9.375% (בשרשור) מתחנת הכוח דוראד אנרגיה בע"מ, בעלת הספק מותקן של כ-860 מגה-ואט (להלן: "דוראד") וכ-83.84% בפרויקט אגירה שאובה במנרה, בעל הספק מותקן של כ-156 מגה-ואט (אשר נמצא בשלבי הקמה). בהולנד, בבעלות החברה 3 מתקני ביוגז (בעלי הספק כולל של כ-19 מגה-ואט) ובספרד, בבעלות החברה זכויות בפרויקטים טלאסול, בהספק של כ-300 מגה-ואט (51%), אלומיי סולאר, בהספק של כ-28 מגה-ואט (100%)

<sup>14</sup> דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, ינואר 2024.

<sup>15</sup> תמורות במשק החשמל והשפעתן על סיכוני האשראי, מידרוג, יולי 2023.

ופרויקטי PV נוספים בהספק כולל של כ-7.9 מגה-ואט (100%). נכון למועד הדוח לחברה חשיפה מהותית לפעילות פרויקט טלאסול, המהווה כ-53% מסך המגה-ואט בחלקה היחסי של החברה בפרויקטים המניבים בהם היא מחזיקה, וכ-60% מתוך חלקה היחסי של חברה ב-EBITDA של פרויקטים אלו<sup>16</sup>. נציין, כי עבור פרויקט טלאסול חתמה החברה על עסקת גידור למחיר החשמל. עסקת הגידור מתייחסת לכ-80% מסך ייצור החשמל בפרויקט, שיימכר במחיר מוסכם מראש לתקופה של 10 שנים, כאשר החשמל שיווצר בפרויקט צפוי להימכר במחיר השוק במועד המכירה. להערכתנו, התלות הגבוהה בתזרימי טלאסול, פוגעת בפיזור תזרים המזומנים ועלולה להוות גורם סיכון. עם זאת, עסקת הגידור ממתנת באופן מהותי את החשיפה הגבוהה להכנסות מנכס זה. בד בבד, החברה מקדמת בימים אלו ייזום, פיתוח והקמה של פרויקטי PV רבים באיטליה, ישראל ובארה"ב, אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית במהלך השנים 2022-2024. להערכתנו, הפעלתם המסחרית של פרויקטים אלו צפויה לשפר במידה מסוימת את איכות פיזור הפעילות הגיאוגרפית של החברה.

### חשיפה לנתונים מאקרו כלכליים ולסיכונים האשראי של המדינות בהן פועלת החברה

פרויקטי החברה ממומנים לרוב באמצעות שילוב של רכיב הון עצמי ורכיב חוב, על ידי מימון בנקאי ו/או מוסדי (ברמת הפרויקט) ו/או ציבורי (ברמת הסולו). לחברה ניסיון הולם במימון פרויקטים בארץ ובעולם, בשיתוף ובשילוב עם תאגידים בנקאיים מקומיים ובינלאומיים וגופים מוסדיים. עם זאת, השינויים המתרחשים בנתונים המאקרו כלכליים עלולים להשפיע על פעילותה הכלכלית של החברה. הרעה מהותית במצב הכלכלי עלולה להביא להקשחת תנאי המימון ולהשפיע לרעה על יכולת החברה לגייס כספים הדרושים למימון פעילותה לצורך פרויקטים חדשים. כמו כן, פרויקטי החברה חשופים לסיכונים ריבית ועליה במדד המחירים לצרכן. נציין, כי ביחס לחוב הפרויקטלי, רכיב מהותי מריבית הבסיס מקובע במועד הסגירה הפיננסית ו/או במועד משיכת החוב, אולם כל עוד רכיב מסוים מן החוב אינו מקובע, החברה חשופה לעלייה בריבית הבסיס טרם מועד קיבועה. נוסף על כך, פעילותה של החברה במדינות שונות חושפת אותה לסיכון שערי החליפין של מטבעות. לפיכך, החברה חשופה לשינויים בשערי מטבע המשפיעים על כדאיות ורווחיות הפרויקטים. להערכתנו, סיכון החשיפה לשערי המטבע ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זהה) ומפעילות החברה בשערי מטבע שונים, בהתאם לאזור הפעילות הרלוונטי. עוד נציין, כי פעילות החברה בחו"ל ומימוש ההסכמים הקיימים חושפים את החברה גם לסיכונים האשראי של המדינות בהן היא פועלת, מלבד ישראל (מדורגת A2, אופק שלילי ע"י מודי"ס), בין היתר, הולנד (Aaa, אופק יציב), ספרד (Baa1, אופק חיובי), איטליה (Baa3, אופק יציב) וארה"ב (Aaa, אופק שלילי).

### מחירי החשמל הנמוכים בספרד פגעו בהכנסות החברה בשנה האחרונה, אך אלו צפויות להתאזן באמצעות הפעלתם של פרויקטים חדשים

בשנים האחרונות החברה נמצאת בתהליך צמיחה, תוך האצת ייזום ורכישת פרויקטים, ובכלל זה, ייזום והקמת פרויקטי PV נוספים באיטליה, ספרד, ישראל וארה"ב. בשנת 2023 עמדו הכנסות החברה על כ-49 מיליון אירו, לעומת כ-52 מיליון אירו בשנת 2022. הקיטון בהכנסות נובע ברובו מירידה במחירי החשמל בספרד לעומת שנת 2022, אשר נבעה מחורף חם יחסית ומעלייה בייצור האנרגיה ההידרואלקטרית, לאור חורף גשום באופן יחסי, וכן מירידה בהיקף אספקת החשמל לרשת החשמל בספרד, עקב עבודות תחזוקה ושדרוג בקו ההולכה הראשי בין ספרד לפורטוגל. הירידה בהכנסות קוזזה בחלקה באמצעות גידור רוב ההכנסות בפרויקט טלאסול, וכן מעליית הכנסות בפרויקטי הביז'נז בהולנד, לאור הגברת הייצור ועליית מחיר הגז. אנו מעריכים כי מחירי החשמל באירופה יישארו נמוכים באופן יחסי בשנים הקרובות וישפיעו לשלילה על הכנסות החברה. אם זאת, נציין כי לדברי החברה בחודש יולי 2024 מחירי החשמל שנצפו היו במגמת עלייה. בנוסף, הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים צפויה לקזז באופן מסוים את השפעת ירידת המחירים, כך שלהערכתנו, סביבת ההכנסות צפויה להישאר דומה בשנים 2024-2025.

<sup>16</sup> בנטרול התזרימים המתקבלים מדוראד.

## השריפה שפרצה בפרויקט טלאסול ואלומיי סולאר הביאה לפגיעה מסוימת בציוד המותקן בפרויקטים

על פי דיווחי החברה ביום 20.07.2024 פרצה שריפה באיזור הפרויקטים טלאסול ואלומיי סולאר. ביום 21.07.2024 חובר מחדש הציוד שלא ניזוק. לדברי החברה, נכון למועד הדוח כ-90% מהציוד במתקנים חובר מחדש ולהערכתה בין 5%-10% מהציוד יידרש לתקופת שיקום ארוכה יותר, של מספר חודשים. החברה מציינת כי לא נגרם נזק לשנאים ולממירים. מתקני ה-PV מבוטחים בפוליסות המכסות אובדן רווחים ונזקים ישירים ועקיפים, והודעה על האירועים נמסרה לחברות הביטוח כנדרש. החברה צופה כי פוליסות הביטוח יכסו את ההפסדים והנזקים, בכפוף להשתתפות עצמית. להערכת החברה, על אף הנזק, פרויקט טלאסול יעמוד באמות המידה הפיננסיות הנדרשות בהסכם המימון בפער מספק.

## שיפור בתוצאות תחנת הכוח דוראד

בנובמבר 2022 החלה הזרמת הגז ממאגר כריש, והביאה להפחתה בהוצאות הגז של תחנת הכוח דוראד. בד בבד, העלייה בתעריף התעו"ז וברכיב הייצור וכן החלטת רשות חשמל לגבי שינויים בהגדרות מקבץ שעות הביקוש לחשמל (מש"בים) תרמו גם הם לשיפור בתוצאות התחנה. לבסוף, החל מיוני 2024 משתתפת התחנה במרכזי האספקה של מנהל המערכת, דבר אשר צפוי להביא לשיפור נוסף ברווחיות. כפועל יוצא של האמור, להערכת החברה, היקף התזרימים אשר יעלו לחברה מתחנת הכוח, צפויים להשתפר. נציין, כי ממשלת ישראל קיבלה החלטה על הגדלת ההספק של תחנת הכוח ב-650 מגה-ואט נוספים, עם זאת טרם הוסדרו כל האישורים הנדרשים על מנת להוציא את ההרחבה לפועל. בד בבד, בחודש יוני 2023 ניתן פסק דין בורה, אשר בין היתר, חייב את זורלו ואדלטק להשיב כ-130 מיליון דולר לדוראד ולשלם לתובעים בתביעה הנגזרת כ-20 מיליון ש"ח נוספים. עם זאת, ערעורים בגין פסק דין הבורר הוגשו על ידי שני הצדדים.

## יכובים משמעותיים בלוחות הזמנים להקמת פרויקט אגירה שאובה

החל מפרוץ מלחמת חרבות ברזל נעצרו עבודות הבניה בפרויקט אלומיי אגירה שאובה במנרה לחלוטין בשל המצב הבטחוני בהוראת שר הביטחון וממשלת ישראל, זאת בשל קרבת האתר לגבול הצפוני עם לבנון. החברה פנתה ביום 17.10.2023 לרשות החשמל בטענה להתקיימות אירוע מלחמה, כאשר לגישת החברה ניתן להכיר באירועים אלה כאירוע כוח עליון בהתאם לאמת מידה 131(ה). ככל ותכיר רשות החשמל באירוע כאירוע כוח עליון מעכב, יחושב פיצוי בגין העיכוב וייתן מענה להוצאות ישירות ועקיפות. לדברי החברה, מתנהל מו"מ מול רשות החשמל על מנת להסדיר את אופן שיפוי הפרויקט בשל הפסקת העבודות, אשר נובעת ממלחמת חרבות ברזל. נציין, כי מלבד העיכובים בשל המלחמה, קיימים עיכובים מהותיים נוספים בלוחות הזמנים של ההקמה. עיכובים אלו מייצרים אי-וודאות משמעותית באשר למועד ההפעלה המסחרית של המתקן. נכון למועד הדוח, תרחיש הבסיס של מידרוג לא לוקח בחשבון את הפעלתו המסחרית של המתקן בשנים הקרובות.

## שיעורי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס בענף

בשנת 2023 הציגה החברה שיעור רווחיות תפעולית מתואמת נמוכה<sup>17</sup> בגובה 6.2%, לעומת שיעור רווחיות של כ-6.7% בתקופה המקבילה אשתקד וכ-15.6% בשנת 2021. השחיקה ברווחיות נובעת בעיקר בשל ירידה ברווח הגולמי, כמפורט מעלה, לצד עליה בהוצאות פיתוח הפרויקטים. בד בבד, יחס ה-EBIT למימון נטו עמד בשנת 2023 על כ-0.8, לעומת 1.0 בשנת 2022. יחסים אלו הושפעו באופן מהותי מהכנסות מימון בגין רווחים משינויי שערי חליפין. אנו מעריכים כי בשנתיים הקרובות הרווחיות תישאר נמוכה, בשל צפי לסביבת מחירי חשמל נמוכה בספרד. עם זאת, בשנים שלאחר מכן צפוי שיפור ברווחיות התפעולית, לאור התחלת ההפעלה המסחרית של פרויקטים נוספים באיטליה, ישראל וארה"ב.

## מינוף מאזני גבוה ביחס לקבוצת הייחוס

בשנים האחרונות נרשמה מגמת עלייה ברמת המינוף המאזני של החברה, כפי שמשקף ביחס החוב<sup>18</sup> ל-CAP, אשר עלה באופן

<sup>17</sup> ללא חלק החברה בתוצאות תחנת הכוח דוראד. כולל חלק החברה בדיבידנד שהתקבל מדוראד.

<sup>18</sup> בניכוי קרנות לשירות החוב בפרויקטים.

מהותי מכ-61.1% בסוף שנת 2019 עד לכ-78.1% נכון ליום 31.03.2024. בשנים אלו, מגמת העלייה במינוף התרחשה כתוצאה מרכישת וייזום פרויקטים חדשים, אשר כללו הוצאות פיתוח מהותיות (בין היתר פרויקט מנרה), הגדלת החוב המאוחד, לצד איחוד מלא של החוב בפרויקט טלאסול, המוחזק ע"י החברה בשיעור של 51%. בנוסף, ההון עצמי של החברה מושפע באופן משמעותי מגידור מחירי החשמל, בפרט בפרויקט טלאסול, כך שתנודתיות מחירי החשמל בספרד משפיעה גם על תנודתיות ההון ויחסי המינוף בחברה. בשנת 2023, בעקבות התמתנות מהותית בסביבת מחירי החשמל בספרד, החברה רשמה רווח חשבונאי בסעיף הגידור אשר נזקף לקרן הון. רווח חשבונאי זה, הביא לירידה מסוימת ביחסי המינוף לסוף שנת 2023, ביחס לסוף שנת 2022. עם זאת, נכון ליום 31.03.2024 עלה מעט יחס המינוף לכ-78.2%, כאשר עליה זו התרחשה בעיקר בשל גיוס סדרה ו', בהיקף של כ-210 מיליון ש"ח.<sup>19</sup> העלייה בחוב לא באה לידי ביטוי במלואה ביחס החוב ל-CAP וזאת בשל שיפור נוסף בהון העצמי, לאור ירידה נוספת במחירי החשמל בספרד, אשר כאמור מביאה לרווח חשבונאי בלבד. נציין, כי בחודש מאי 2024 בוצעה סגירה פיננסית של מימון פרויקטלי עבור הפרויקט אלומיי סולאר, בסך 10 מיליון אירו. לאחר קבלת המימון הוחזר מרבית ההון העצמי שהושקע בפרויקט. להערכתנו, רמת המינוף של החברה תישאר גבוהה בשנים הקרובות בהשוואה לקבוצת הייחוס ותנוע בטווח שבין 77%-83%, זאת, ככל ולא יבוצעו גיוסי הון נוספים ו/או מכירת פרויקטים.

### צפי לצמיחה ב-EBITDA לאחר הפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים

בשנת 2023 ה-EBITDA<sup>20</sup> המתואם של החברה עמד על כ-19 מיליון אירו, בדומה לשנת 2022. במהלך השנה חלה ירידה ב-EBITDA בפרויקטי ה-PV בספרד, בשל ירידת המחירים והתקלות בקו ההולכה, אשר קוזזה בעליה ב-EBITDA בפרויקטי הביוגז בהולנד, כתוצאה מתפוקה מוגברת ועלייה במחירי הגז לשנת 2023 וכן מגידול בתדרימים אשר עלו לחברה מתחנת הכוח דוראד. אנו צופים כי בשנים 2024-2026 ה-EBITDA ינוע בטווח שבין 20-30 מיליון אירו, זאת לאור הפעלתם של פרויקטים נוספים באיטליה, ישראל וארה"ב. בד בבד, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנתיים הקרובות, ההשקעות ההוניות השנתיות (Capex) של החברה, צפויות לנוע בטווח שבין 60-80 מיליון אירו לשנה, לרבות מימון פרויקטים ברמת החברות המוחזקות, כתוצאה מהקמת הפרויקטים החדשים באיטליה וארה"ב וכן מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה. אנו רואים את תקופת ההקמה של פרויקטים בהיקפים משמעותיים בשנים אלו כגורם סיכון בדירוג החברה, כאשר עיכובים בהפעלת מסחריות ו/או גידול בתקציבי ההקמה של הפרויקטים, עלולים להביא לפגיעה בדירוגה. להערכתנו, תזרים המזומנים החופשי (FCF) יושפע באופן מהותי בשנים 2024-2026 מהקמת פרויקט אגירה שאובה במנרה ומההשקעות בפרויקטים הנוספים באיטליה, ישראל וארה"ב. תזרים זה צפוי להיות שלילי, ולנוע בטווח שבין 60-100 מיליון אירו.

### יחסי כיסוי חוב חלשים ואיטיים ביחס לקבוצת הייחוס

יחסי הכיסוי של החברה הינם חלשים ביחס לקבוצת הייחוס ואינם תואמים כיום את רמת הדירוג. סביבה זו נובעת, בין היתר, מירידת מחירי החשמל בספרד, מרווחיות נמוכה בפרויקטי הביוגז ומהוצאות פיתוח מהותיות. הדבר בא לידי ביטוי, בין היתר, ביחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, אשר עלה מכ-19 בשנת 2022 לכ-21 בשנת 2023. אנו מעריכים כי בשנים 2024-2027 צפוי היחס לנוע בטווח שבין 20.0-25.0. ראוי לציין, כי צמיחתה המואצת של החברה באמצעות ייזום ומימון של פרויקטים חדשים מאטה את יחסי הכיסוי החוב באופן מהותי, אולם אנו מצפים כי עם כניסתם בשנים הקרובות של הפרויקטים שבתכנון ובהקמה להפעלה המסחרית, קצב יחסי הכיסוי ישתפר.

### מדיניות פיננסית הכוללת החזקת יתרות נזילות מספקות

לאורך שנות פעילותה, מחזיקה החברה יתרות נזילות מספקות, אשר מייצרות יחס מקורות לשימושים הולם ברמת הסולו. כמו כן, החברה עומדת באמות המידה הקיימות מול מחזיקי סדרות האג"ח שלה במרווחים מספקים. בנוסף, החברה מציגה רמת מינוף מתונה ברמת החברה סולו. עם זאת, לחברה ישנה חשיפה למט"ח ברמת הסולו, עקב גיוסים ופירעונות של אג"ח בשוק המקומי בשקלים.

<sup>19</sup> נציין כי כ-170 מיליון ש"ח מהגיוס של סדרה ו' גויסו ברבעון ראשון 2024 והיתרה ברבעון השני.

<sup>20</sup> מחושב בנטרול הוצאות פיתוח ונהגלה וכלליות ולאחר התאמת הכנסות מתחנת הכוח דוראד ובנטרול תזרימי פרויקט תלמי יוסף שסווג כפעילות שהופסקה.



חשיפה זו צפויה להתגבר עקב השפעת התזרימים מפרויקטים נוספים באיטליה ובארה"ב. נציין, כי חשיפה זו ממותנת בחלקה על ידי עסקאות גידור.

## שיקולים נוספים לדירוג

### גמישות פיננסית הנתמכת ביכולת למכור או למנף נכסים נוספים

להערכתנו, גמישותה הפיננסית של החברה הינה טובה, ומתבטאת, בין היתר, בנגישותה לשוקי ההון והחוב, ובגיוסי הון וחוב בשנים האחרונות. נכון למועד הדוח, הפרויקטים באיטליה ובארה"ב אינם ממונפים. כמו כן, החברה בוחנת מעת לעת אפשרויות של הכנסות שותפים בפרויקטים או מימוש נכסים ואף ביצעה בעבר מכירה של מספר נכסים באיטליה ובישראל. אפשרויות אלו מרחיבות את הגמישות הפיננסית של החברה ומעניקות לה יכולת להגדיל את הנזילות או להקטין את החוב והמינוף, בהתאם לצורך. בהמשך לזאת, ביום 20.08.2024 דיווחה החברה על הרחבת סדרה ו' בסך של כ-52 מיליון ₪.

### נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בפרויקטים בעלי חובות בכירים, כולל ריכוזיות מהותית של תזרימי המזומנים מפרויקט טלאסול. נכסי הבסיס בחברות אלו, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בדרך כלל בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים כפופות לעמידה בתנאים לחלוקה. נציין, כי הפרויקטים באיטליה ובארה"ב אינם משועבדים כיום ובכך ממתנים מעט את סיכון הנחיתות. להערכתנו, ריכוזיות המזומנים צפויה להשתפר בשנים הקרובות, לאחר כניסה להפעלה מסחרית של פרויקטים הנמצאים בשלב ההקמה באיטליה, ישראל וארה"ב ולאור שיפור צפוי ברווחיות בפרויקטים בהולנד.

### הצהרת החברה על אי חלוקת דיבידנדים בשנים הקרובות

החברה לא חילקה דיבידנדים בשנים 2017-2023. בהתאם להצהרת החברה, היא איננה צפויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות, כל עוד החברה נמצאת במהלכה של תכנית השקעות מהותית. להערכתנו, הצהרה זו של הנהלת החברה מקטינה אי ודאויות לגבי היקפי המקורות לשירות החוב ותומכת בדירוג החברה.

## שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה העיקרית בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיה מתחדשת (בפרט, טכנולוגיה פוטו-וולטאית, ביוגז ואגירה שאובה), עם זאת לחברה גם יש אחזקה מהותית בתחנת הכח דוראד, שאיננה בליבת הפעילות. פרויקטים סולאריים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כגון שריפות נרחבות באזורים בהם היא פועלת. נציין כי סיכון זה ממותן באמצעות ביטוחים שונים. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטים סולאריים ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מרבית מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. בבחינת סיכונים ממשל תאגידי, אנו מעריכים כי חשיפת החברה הינה נמוכה.

## אודות החברה

אלומיי קפיטל בע"מ מפתחת, מקימה, מפעילה ומחזיקה תחנות המפיקות חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות ואנרגיות קונבנציונאליות, בישראל, ארה"ב ואירופה. החברה התאגדה בשנת 1987 ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע של ניו יורק (NYSE American) החל משנת 2011, וגם בבורסה לני"ע בת"א (TASE) החל משנת 2013. פעילותה העיקרית של החברה הינה ייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשת. לחברה מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV, ומגזר זה מהווה את החלק העיקרי בהכנסותיה כיום. תחת פעילות זו מחזיקה החברה במספר פרויקטים, ביניהם פרויקט טלאסול בהיקף של כ-300 מגה-ואט בטלאבן שבספרד (אחזקה בשיעור של 51%), פרויקט אלומיי סולאר בספרד בהיקף של כ-28 מגה-ואט וכן 4 מתקני ייצור חשמל בטכנולוגיית PV בספרד בהיקף של כ-7.9 מגה-ואט (באחזקה של 100%). בנוסף, בבעלות החברה 3 מתקני ביוגז בהולנד בהיקף של כ-18 מיליון קוב גז (שווה ערך לכ-19.0 מגה-ואט). כמו כן, החברה מחזיקה בכ-9.4% מחברת דוראד אנרגיה בע"מ, אחת מתחנות הכח הפרטיות הגדולות בישראל

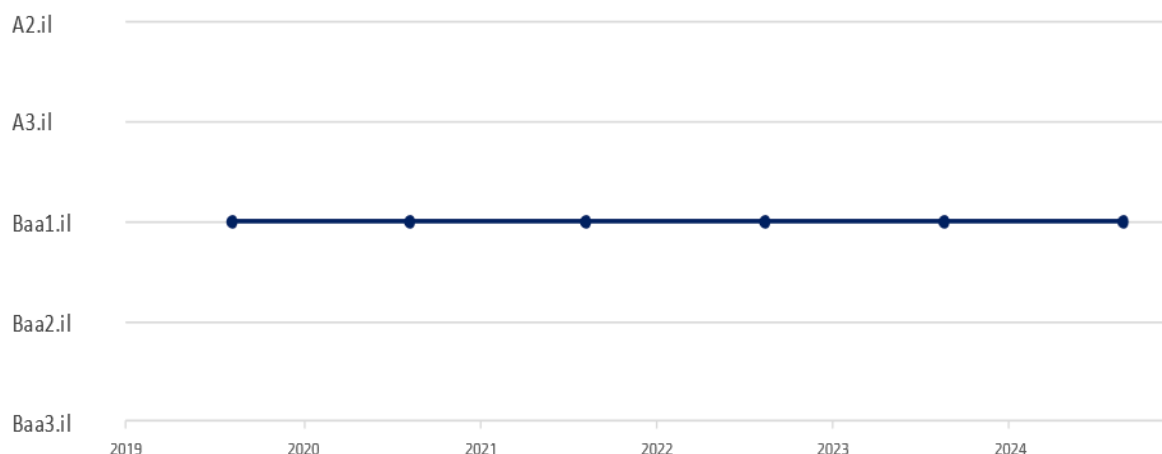
ובעלת קיבולת ייצור חשמל בהיקף של כ-860 מגה-ואט. בנוסף, החברה מחזיקה כ-83.34% מהמניות בפרויקט אגירה שאובה בצוק מנרה, בהיקף של כ-156 מגה-ואט, אשר נמצא בשלבי הקמה וכן היא מחזיקה בפרויקט PV נוספים אשר נמצאים בשלבי הקמה באיטליה, ישראל ובארה"ב. בעלי השליטה בחברה הינם שלמה נחמה - יו"ר החברה (27.92%<sup>21</sup>), קניר לפ (20.27%), אשר השותף הכללי שלה נשלט על ידי רן פרידריך, המשמש גם כמנכ"ל החברה והגב' ענת רפאל ועזבון מר רפאל מנחם ז"ל (1.98%). גרעין השליטה הנ"ל מחזיק כ-50.17% ממניות החברה. כ-29.92% נוספים מוחזקים על ידי גופים מוסדיים והיתרה הינה החזקת ציבור.

**מטריצת הדירוג**

תחזית מידרוג		LTM - 31.03.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	ודאות תזמ"ז	סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Baa.il	650-750 מ' אירו	Baa.il	כ-667 מ' אירו	סך מאזן	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפיזור הג"ג	
A.il	---	A.il	---	איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות	
A.il	15%-18%	A.il	13%	Capex/PPE	פרופיל פיננסי
Ba.il	20.0-25.0	Ba.il	28.8	חוב / EBITDA	
Ba.il- B.il	0.2-0.6	Ba.il	0.1	EBIT / מימון נטו	
Baa.il-Ba.il	83%-77%	Baa.il	78.1%	חוב/CAP	מדיניות פיננסית
A.il	---	A.il	---		
Baa2.il				<b>דירוג נגזר</b>	
Baa1.il				<b>דירוג בפועל</b>	

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

**היסטורית דירוג**



<sup>21</sup> באמצעות ש. נחמה השקעות (2008) בע"מ ובאופן ישיר.

**דוחות קשורים**

[אלומיי קפיטל בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)

[דירוג תחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות - דוח מתודולוגי, פברואר 2018](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

21.08.2024	תאריך דוח הדירוג:
15.08.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
29.08.2019	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלומיי קפיטל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלומיי קפיטל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## © כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).